

## ACHTERGROND WAARDEBEPALING

RESULTATEN / WAARDEBEPALING / AFWAARDEREN

Marcel de Boer en Junior Zegger van Troostwijk Taxaties:

# ‘Kantelende markt stelt andere eisen aan taxateur’

Door de vastgoedcrisis en de grote afwaarderingen op vastgoed staan de taxatiemethoden ter discussie. De gangbare waarderingsmethodieken zijn ontoereikend door de turbulentie op de markt. Marcel de Boer, directeur Troostwijk Taxaties: ‘We zien dat de beleving van de kwaliteit van taxatierapporten tussen de marktpartijen en de taxateurs steeds vaker tot verschillende interpretaties leidt. Toch hebben de marktpartijen meer dan ooit behoefte aan een goed onderbouwde waardering, met een heldere toelichting, van hun vastgoed. Taxateurs moeten voor een uitgewerkte en ook breed aanvaarde kwalitatieve onderbouwing gaan zorgen. Dat daarbij cashflow in de DCF-methode (de Discounted Cash Flow) meer leidend zou moeten zijn, staat als een paal boven water.’

### Ruud de Wit

Bijna dagelijks lezen we in de vakbladen en de financiële pagina's van de kranten berichten over twijfels over de waarderungen van vastgoed. Die waarderungen zijn van belang, omdat ze ten grondslag liggen aan de balansen van ondernemingen, hun winst- en verliesrekeningen en de daaraan gekoppelde financieringen van het onderliggend vastgoed. Begin deze eeuw lag dat niet zo gecompliceerd. De banken hadden geld genoeg, de waarde van het vastgoed steeg voortdurend en beleggers en financiers vielen over elkaar heen om nieuwe vastgoedtransacties te kunnen doen. Voor de taxateurs, de externe waardebepalers van het vastgoed, was het ook een weinig gecompliceerde zaak om tot een waardebepaling te komen. Er werden genoeg transacties gedaan om referenties te hebben en de traditionele waarderingsmethodieken, zoals de BAR- en NAR-methode (Bruto Aanvangs Rendement en Netto Aanvangs Rendement) werden zonder meer braaf door de hele markt gehanteerd. Aan deze situatie is vrijwel een einde gekomen. Door de ingrijpende kanteling in de markt, met enorm veel leegstand (vooral in het kantorenssegment), de crisis in de financiële wereld, het uitblijven van transacties – en dus referenties – en het steeds strenger wordende toezicht van instanties als De Nederlandsche Bank, de AFM en de NBA (Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants), alsook internationale balansvoorschriften als IFRS, is de roep om een betere waardebepaling alleen maar harder geworden. De taxateurs kunnen nu hun onderscheidend vermogen en meerwaarde tonen.

### Leverage

Marcel de Boer, directeur Troostwijk Taxaties: ‘Er wordt op dit moment alleen nog maar gekeken naar de leverage en het eigen vermogen, en de relatie van de marktwaarde en de lening, ‘de loan to value’. Maar juist die marktwaarde is niet langer

meer helder, die is veel te volatiel door gedwongen situaties achter de transacties. Waar het bij vastgoed uiteindelijk om gaat, is de ‘echte’ waarde die dat vastgoed vertegenwoordigt ofwel het bedrijfsmiddel – de huisvesting voor een eigenaar/gebruiker – en voor beleggers het behalen van direct rendement. De marktwaarde moet daarbij worden opgevoerd op de balans van de belegger. Daarbij wordt er geen verschil gemaakt – en maakt het ook niet uit – of die waarde geleveraged is of geheel wordt bepaald door eigen vermogen, zoals bij de institutionele beleggers. Bij geleveraged vastgoed kijkt de bank nu anders naar de zekerheids-

heid daarvan over de periode dat een lening of andere verplichting is ingegaan, de Discounted Cash Flow oftewel de DCF. De taxateur moet mee met deze ontwikkelingen.’

### Vertrouwenscrisis

Junior Zegger: ‘Wat we nu zien is een duidelijke vertrouwenscrisis die ook de taxateurs hard raakt. En ik geef het direct toe: op basis van de traditionele uitgangspunten kunnen taxateurs nauwelijks meer goed taxeren. Het hele traditionele proces van het verkopen en aankopen van vastgoed is nagenoeg tot stilstand gekomen. Die twijfels over de juistheid taxaties wordt van allerlei richtingen gevoed. Dat betekent dat we

op termijn naar nieuwe taxatiemethoden moeten overgaan, en in ieder geval de huidige gangbare waarderingsmethodieken verder moeten uitbreiden waarin in de waardering meer wegingsfactoren worden toegepast met in het verlengde daarvan een toelichting op die waardering.’ De Boer: ‘De marktwaarde is al enige tijd in een neergaande beweging en genereert daardoor een sterke impact op de vastgoedbalans van bedrijven. De marktwaarde in neergaande markten zorgt ervoor dat de zekerheidsstelling vastgoed grilliger is geworden. We hebben er geen grip meer op. Er wordt in de markt daarom nu meer gekeken naar de kasstroom en wordt de DCF als methodiek sterk bepalend. Wat we moeten constateren is dat in de opgaande markt de traditionele waarderingsmethodieken goed toepasbaar zijn, maar in een neergaande markt in toenemende mate tot discussies leiden. Zowel banken als eigenaren zeggen daarom: dat willen we niet meer, we willen iets anders. En die gaan via hun balansbeoordeling kijken hoe ze dit kunnen verwoorden. Nog steeds transparant, maar anders.’ De Boer en Zegger noemen daarbij een aantal uitgangspunten: transparantie, onafhankelijkheid en eenduidigheid, en een scherpe scheiding tussen de belangen; een nauwkeurigere waardebepaling van de risico's, het adresseren van potenties; en het doorbreken van de circle of blame

door onafhankelijke intermediation tussen partijen. De Boer: ‘De DCF kun je door bijvoorbeeld het beter inzichtelijk maken van eventuele kosten en besparingen, of het aangeven van de potentiële waarde van het duurzaamheidsaspect nadrukkelijker benoemen. De meerwaarde van de taxateur zit in de opname en assessment van het object. Met DCF als methodiek zal de waardering van het vastgoed ook meer vanuit een stedenbouwkundige benadering kunnen worden aangevlogen. Door dus verschillende wegingsfactoren toe te passen en vooruit te kijken naar ontwikkelingen op en rondom de locatie. De veranderende rol van de taxateur als adviseur, raadgever en strategische partner zal dan ook meer toegevoegde waarde leveren. Als je als taxateur vanuit deze benadering doorpakt, is vastgoed ook niet langer meer een geïsoleerd object, maar wordt het object binnen een bredere context gewaardeerd.’

### Onvrede

De Boer geeft aan dat de onvrede over de huidige taxatieproblematiek de sector en de daarin opererende marktpartijen niet onberoerd laat. ‘De maatschappelijke kritiek op de vastgoedtaxaties laat diepe sporen na. Daarom proberen we, samen met de marktpartijen, tot een eenduidige uitgewerkte en aanvaarde kwalitatieve onderbouwing te komen van onze taxaties en om aan de stringen-

Taxateurs kunnen nauwelijks meer goed taxeren

stellingen en de risico's, dan pakweg tien jaar geleden, zeker als er een gereede mogelijkheid bestaat dat de eigenaar van het vastgoed op termijn niet meer in staat zal zijn om aan zijn rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. Maar ook bij de institutionele beleggers is een juiste waardebepaling van groot belang, omdat meer of minder waarde van het vastgoed op de balans van invloed is op de lange termijn verplichtingen. Om die reden heeft zich bij de waardebepaling inmiddels een shift voltrokken naar de cashflow. Dus van indirect rendement naar liquiditeit, naar direct rendement. En dan bedoelen de taxateurs niet alleen de huidige cash flow uit het vastgoed, maar ook de betrouwbaar-



Marcel de Boer (links) en Junior Zegger: ‘De taxateurs kunnen nu hun onderscheidend vermogen en meerwaarde tonen.’

FONDSEN / LOGISTIEK / WDP

## Benelux één markt voor logistiek vastgoed

# Marktleider WDP wil verder groeien

tere behoeften van de markt en de toezichthouders te kunnen voldoen.' De Boer voegt eraan toe, dat zo'n kwalitatieve onderbouwing vaak geen financiële consequenties zal hebben voor de waarde van een pand of portefeuille, maar juist meer zekerheid verschaft over die waarde. 'Wat niet verandert, is het aloude adagium van de sector 'locatie, locatie, locatie'. De kwalitatieve onderbouwing richt zich dus op drie factoren: de locatie, het pand zelf en daarnaast de eindgebruiker. In het verleden werd er te veel uitgegaan, op basis van referenties, van een fictieve cashflow. Nu telt de werkelijke cashflow of kasstroom, niet alleen op het moment van taxeren maar ook op termijn. Dit kan door een nauwkeurig afvinken van de kracht van de eindgebruiker, zijn financiële draagkracht, zijn wensen op termijn et cetera. De accountants en banken kijken al zeer kritisch naar de turbulente vastgoedbalans en weten niet hoe ze de huidige taxaties moeten beoordelen. Ik heb de indruk dat de accountants wat dit betreft meer expertise opbouwen en meer met ons meedenken. De taxateurs zullen ook steeds meer samen de diepte in gaan met de accountants. Er wordt meer gezamenlijk opgetrokken in bepaalde gevallen. Ik heb er ook geen enkel probleem mee om als taxateur mee te tekenen bij het opstellen van de jaarrekening waardoor de taxatie verder reikt dan nu het geval is.'

### IFRS

Zegger benadrukt dat het beoordelen van een kasstroom niet nieuw is in het vastgoed: 'De taxateur taxeert al veel vastgoedprojecten waarvan de waarde nadrukkelijk wordt bepaald door de kwaliteit van de exploitatie. Denk maar aan leisure projecten, hotels en golfbanen.' De Boer: 'De taxatierapporten zullen veranderen door de eisen die IFRS 13 stelt en vanaf 1 januari 2013 van toepassing zijn. Immers vanaf die datum moet er een goede kwalitatieve toelichting ook als onderbouwend onderdeel in het taxatierapport worden opgenomen. Troostwijk is hierop aan het voor-sorteren en wij zien dat steeds vaker door onze opdrachtgever een advies of risicoanalyse bovenop de taxatie wordt gevraagd. Daardoor neemt de toegevoegde waarde van het taxatieproduct en de meerwaarde van de taxateur en consultant toe.' Volgens De Boer zullen de taxaties hoogwaardiger moeten worden opgesteld dan nu. 'Waarbij we wel in het oog moeten houden dat bij vastgoed een eenduidige en honderd procent neutrale zekerheidsstelling niet bestaat. Maar buiten kijf staat, dat de kennis en kunde van de taxateurs in de kantelende markt die we ervaren, nog belangrijker worden dan nu al het geval is.'

WDP timmert driftig aan de weg in ons land. Na de overname vorig jaar van een portefeuille van Wereldhave, sloeg de Belgische logistieke vastgoedonderneming dit voorjaar nog een grotere slag met de acquisitie van de zogeheten Lake Side Portfolio ter waarde van 105 miljoen euro. De ambitieuze Belgen zijn hier nog lang niet klaar met hun groeistrategie.

Erik Wiegerinck

CEO Joost Uwents van de Belgische logistieke vastgoedonderneming WDP krijgt wel vaker de vraag voorgelegd in eigen land waarom WDP de laatste twee jaar toch zo veel in Nederland investeert en betrekkelijk weinig in eigen land. 'Dat komt omdat er in België bijna niets te koop is', verklaart de Vlaming. Nu is de Nederlandse logistieke vastgoedmarkt altijd al een stuk groter en meer liquide geweest dan de Belgische, zo weet Uwents. Wat daarnaast speelt, volgens de WDP-topman, is dat de Nederlandse banken nu minder stabiel zijn dan de Belgische. 'Nederlandse banken maken zich zorgen over de grote afschrijvingen in de kantoren- en residentiële markt die ze moeten gaan nemen. Daardoor wordt ook logistiek vastgoed in Nederland moeilijker te financieren en te herfinancieren.' Rien van Ast, directeur WDP Nederland, knikt instemmend: 'De druk vanuit de banken op beleggers en ontwikkelaars neemt toe. We krijgen steeds meer aanbiedingen voor acquisities.'

### Nederlandse portefeuille

De opbouw van de Nederlandse portefeuille begon tien jaar geleden. Als eerste werd een logistiek complex van bijna 50.000 m<sup>2</sup> overgenomen bij de grensovergang Hazeldonk bij Breda. Daarna bleef het enige tijd stil, omdat deze acquisitie niet even gelukkig uitpakte door het faillissement van de enige huurder en procedures tegen de vorige eigenaar over een verstrekte huurgarantie. De laatste jaren verloopt de expansie echter razendsnel. In maart 2011 nam WDP voor 42 miljoen euro zes logistieke objecten over van Wereldhave. Dit voorjaar rondde het bedrijf de aankoop af voor 105 miljoen euro van de zogeheten Lake Side Portfolio. Deze omvat acht objecten met een verhuurbare oppervlakte van in totaal 150.000 m<sup>2</sup>. Alle gebouwen zijn recent opgeleverd of worden binnenkort opgeleverd (twee stuks) met een hoge graad van afwerking. Twee panden zijn Bream gecertificeerd. Door deze overname groeit de portefeuille naar 1,1 miljard euro, waarvan meer dan 300 miljoen euro in Nederland verdeeld over 29 objecten als alle lopende projecten zijn afgerond. Het aanvangsrendement op de Lake Side-portefeuille bedraagt 7,8 procent. Veel minder dan de 9,6 procent

waarop de Wereldhave-portefeuille werd aangekocht. Uwents over dit prijsverschil: 'Vergeleken met de hoogtijdagen wordt er tegenwoordig veel meer onderscheid gemaakt tussen goede en slechte kwaliteit. Je kunt deze portefeuilles niet vergelijken. Laksede is een gloednieuwe, langjarig verhuurde beleggingsportefeuille. Het zijn multifunctionele goed herbruikbare ruimtes. De Wereldhave-portefeuille bestaat echter uit heel specifieke panden die pakketvervoerder DHL gebruikt voor 'crossdocking'. De huurcontracten lopen tot 2013 of 2014. In feite hebben we hiermee een stukje cashflow en grondposities verworven op goede

### Logistieke markt onder invloed problemen kantorenmarkt

locaties in de Randstad voor nieuwe ontwikkelingen.' Uwents verwacht dat de aanvangsrendementen stabiel zullen blijven in Nederland en Europa. Maar veel zal afhankelijk zijn van hoe het Europese bankwezen de jongste crisis doorstaat. 'We komen uit een tijd dat er tot 90 procent werd gefinancierd op nieuwe projecten. De grens ligt nu bij 60 procent. Als de maximale leverage nog verder naar beneden gaat, zal dat invloed hebben op de aanvangsrendementen.'

### Schuldgraad

De Lakeside-portefeuille is mede uit bestaande kredietfaciliteiten cash betaald. Als vastgoedbevak mag WDP een schuldgraad hebben van 65 procent. Ook de banken staan dit toe. Maar het bedrijf zit liever aan de veilige kant. Er wordt gestreefd naar een leverage tussen de 55 en 60 procent. Eind dit jaar ligt dit volgens Uwents rond de 57 procent. Dat is te danken aan het stockdividend, waaruit de Lakeside-portefeuille mede is betaald, en de verkoop van enkele niet-strategische panden. Bij eventuele nieuwe acquisities denkt Uwents ook aan een eventuele ruil van gebouwen voor aandelen, zoals WDP dat in het verleden ook wel deed.

Over het verkrijgen van bankkrediet heeft WDP geen klagen. ABN Amro verstrekte vorig jaar een kredietlijn van in totaal 85 miljoen euro. Het grootste deel daarvan is bestemd voor de groeistrategie in Nederland. Uwents sluit niet uit dat in de toekomst een beroep zal worden gedaan op de obligatiemarkt of de financieringsarrangementen van verzekeraars voor acquisities. Wat betreft obligaties denkt hij eerder aan onderhandse plaatsing dan de publieke markt. 'Voor dat laatste zijn we nu toch nog een maatje te klein door de kosten die eraan zijn verbonden, zoals bijvoorbeeld een rating door S&P of Moody's. Dat wordt pas echt interessant bij bedragen van 300 miljoen euro of meer.' Op de vraag waarom WDP zo graag uitbreidt in Nederland, zegt de CEO: 'Wij beschouwen de Benelux als één markt. Daarmee volgen we de zienswijze van onze klanten. Het maakt niet uit of ze in Genk, Tilburg, Grimbergen of Venlo zitten als het maar ergens is in het gebied tussen de havens Antwerpen/Rotterdam en Duitsland. Als je die lijn Rotterdam/Antwerpen nog wat verder trekt tot Le Havre in Noord-Frankrijk heb je de toegangspoort van Europa, onze kernmarkt. Hierop focussen wij ons.'

### Concentratie

Alleen door concentratie in een bepaald gebied kun je meerwaarde bieden aan klanten, zoals bijvoorbeeld via flexibele huurcontracten, zo luidt de kern van Uwents betoog. 'Ons kortste huurcontract is een week, ons langste twintig jaar. Als iemand me morgen belt met de vraag kunt u me helpen aan 1.000 m<sup>2</sup> opslagruimte dan kan dat. Dat kan alleen als je een flinke portefeuille hebt in een gebied.' Deze flexibiliteit verklaart ook de opmerkelijk lage leegstand van slechts 3 procent. 'Door onze hoge concentratie in de toegangspoort van Europa kunnen we onze leegstand gemakkelijk flexibel opvullen', licht Uwents toe. Van Ast: 'De ervaring leert dat bedrijven toch altijd langer blijven dan ze aanvankelijk dachten. Zo wordt bijvoorbeeld een maand al gauw drie maanden.' Flexibele huurcontracten zijn echter niet zaligmakend. Het kenmerkende van de huidige markt is volgens Uwents dat er geen 'standaardrecepten' meer zijn. 'Het gaat om de mix. Er is bijvoorbeeld een flink onder-

scheid tussen logistiek dienstverleners en eindgebruikers. Logistiek dienstverleners willen geen moment langer vast zitten dan de duur van het contract met de opdrachtgever. En het moet zo goedkoop mogelijk, want de marges in de logistiek zijn flinterdun, gebouwkwaliteit maakt minder uit.' Eindgebruikers denken daarentegen volgens Uwents meer op lange termijn. Zij stellen bijvoorbeeld hoge eisen aan klimaatbeheersing. 'Neem ons gebouw voor vleeswarenproducent Ter Beke in Nijmegen dat is echt een 'state of the art' value added logistics platform.'

### Groeistrategie

WDP wil in zowel Nederland, België als Noord-Frankrijk stevig groeien. 'We zijn nog zeer ambitieus. Al zoeken we geen groei om de groei. De winst per aandeel moet erdoor omhoog gaan, anders hebben acquisities in onze ogen geen zin. In 2011 zijn we begonnen met een groeitraject om de winst per aandeel binnen drie jaar met 20 procent te verhogen. Daarvan hebben we vorig jaar al de helft gerealiseerd.' Als WDP zich zo graag focust op de toegangspoort van Europa wat doet het bedrijf dan in Tsjechië en Roemenië? 'In Tsjechië zitten we al sinds 1999, het land ligt erg centraal. De portefeuille is 100 procent verhuurd, maar is met 25 miljoen euro veel te klein. Op termijn zullen we beslissen of we deze verder uitbreiden of ons volledig terug trekken, antwoordt Uwents. Roemenië is echter wel degelijk van strategisch belang, zo blijkt. Het land vormt via de Bosporus, Zwarte Zee en de haven van Constanta de toegangspoort van Zuidoost Europa. 'We willen daar uit het oogpunt van geografische en risicospreiding in de toekomst een tweede WDP opbouwen, zoals we dertig jaar geleden 'first mover' waren in België toen niemand daar over logistiek sprak. Vorig jaar hebben we in Roemenië onze eerste twee gebouwen opgeleverd. We hebben bovendien een grondbank van 1 miljoen vierkante meter opgebouwd. Zodra de economie daar aantrekt zijn wij er klaar voor.'

### Profiel

WDP ontwikkelt en investeert in semi-industrieel en logistiek vastgoed. Het bedrijf met dertig medewerkers heeft 1,65 miljoen vierkante meter logistieke ruimten in portefeuille, verdeeld over honderd objecten. Het bedrijf is marktleider in de Benelux. Daarnaast opereert het Belgische vastgoedfonds in Noord-Frankrijk, Tsjechië en Roemenië. Van de aandelen is 30 procent in handen van de grondvesters, de familie De Pauw, die het bedrijf in 1999 naar de beurs brachten.